

当代明诚 (600136.SH)

传媒行业

评级: 买入 首次评级

公司深度研究

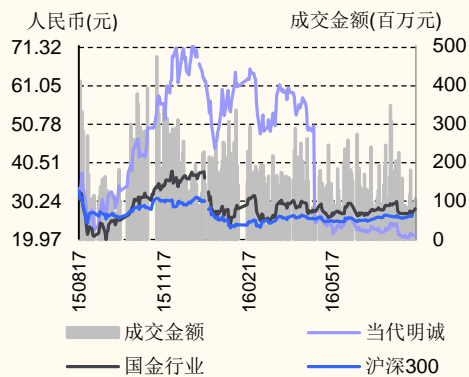
市场价格(人民币): 21.40元

目标价格(人民币): 26.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

年内股价最高最低(元) 71.90/20.52
 沪深300指数 3294.23



坚定拓展体育版图，谋求影视新发展

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|----------|----------|---------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.009 | 0.326 | 0.385 | 0.497 | 0.569 |
| 每股净资产(元) | 1.29 | 5.30 | 6.44 | 7.92 | 9.61 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.05 | -0.48 | -0.05 | 0.10 | 0.88 |
| 市盈率(倍) | 1,551.04 | 191.29 | 54.70 | 42.34 | 37.00 |
| 行业优化市盈率(倍) | 187.14 | 415.58 | 320.86 | 320.86 | 320.86 |
| 净利润增长率(%) | -19.19% | 5504.09% | 250.61% | 29.18% | 14.44% |
| 净资产收益率(%) | 0.71% | 6.15% | 17.74% | 18.65% | 17.59% |
| 总股本(百万股) | 104.44 | 164.02 | 487.18 | 487.18 | 487.18 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **剥离传统主业，搭建大文化平台。**2015年以前，公司的主营业务为磷矿石贸易与学生公寓运营管理，为了实现其大文化产业布局，公司先后完成了对强势传媒和双刃剑体育的收购，并将其传统主业剥离，集中资源和优势布局影视娱乐和体育产业。
- **双刃剑体育十年积累，铸就国内体育营销产业领军企业。**双刃剑主营包括体育营销、体育版权、体育赛事等，其传统核心业务为体育营销。随着体育营销生态圈的初步形成，双刃剑将形成自有内容加平台运营的发展模式，逐步发展体育旅游、体育视频、体育经纪、体育科技及体育大数据等业务。体育营销方面，公司成为代理国家奥委会最多的中国体育营销机构，在2012年伦敦举行了“亮剑伦敦发布会”，为近二十个国家奥委会招募“伦敦奥运会”中国战略合作伙伴；运作361°成为2016里约奥运会官方合作伙伴。体育版权方面，2015年，双刃剑协助苏宁旗下聚力传媒获得“2015—2020年西甲联赛中国地区全媒体独家版权”。
- **完善体育产业版图，收购MBS西班牙和MBS英国，布局体育经纪；拓展场馆运营、体育培训、俱乐部运营等。**MBS西班牙和MBS英国分别在西班牙境内和英国境内从事职业球员和青年球员的经纪业务以及俱乐部的咨询服务。拥有国际知名运动员、教练员资源，同时和国际顶尖俱乐部保持良好的合作关系，公司将通过引进国外优质赛事IP资源和输出国内企业和球员，实现进一步的全球化布局。同时公司还完成了对汉为体育51%股权增资，布局场馆运营；参与成立郝海东体育，布局体育培训；出资成立俱乐部管理公司，拓展上游资源。公司不断完善体育产业版图，各项业务间将形成良好的资源整合，实现相互促进。
- **影视产业资源丰富，厚积薄发。**强视传媒是全国首批取得国家广播电视总局颁发的《电视剧制作许可证(甲种)》资质的民营影视制作机构之一，累计投资拍摄1000多集电视剧作品，并成功创作多部优秀作品，如《小李飞刀》、《飞刀问情》、《金粉世家》、《龙票》、《楚留香传奇》等。2016年，公司预期将有6部新剧完成制作发行，包括《玄武》、《爱人同志》等大制作精品剧。公司拍摄题材也由传统的年代、战争剧拓展到青春爱情题材、电子竞技题材等，在坚持精品化制作的同时拓展内容的广度。2016年下半年新剧拍摄计划包括《大清相国》、《金粉世家之梦》、《金粉世家之飘》、《新龙门客

常兆亮 联系人
 (8621)60935529
 changzhaoliang@gjzq.com.cn

王泽佳 联系人
 (8621)61038324
 wangzj@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
 (8621)60230244
 weilil@gjzq.com.cn

栈》、《青春的陷阱》、《相遇在普朗克温度》、《星际驱魔人》、《超神小子》等。

投资建议和估值

- 我们预计，公司 2016E、2017E、2018E 收入为 8.82 亿、11.52 亿、13.26 亿；归母净利润分别为 1.87 亿、2.42 亿、2.77 亿；对应 EPS 分别为 0.385 元、0.497 元、0.569 元。按业务拆分，我们预计公司 2016 年影视业务贡献利润 1 亿，体育业务贡献利润 8700 万，考虑到体育产业处于市场化进程起步阶段，未来将进入加速发展期，同时对比行业内可比公司估值给予其影视业务 40X16PE、体育业务 100X16PE，公司对应市值为 127 亿，目标价 26 元，给予“买入”评级。

风险

- 体育产业市场化进程不达预期；影视产业政策风险。

内容目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 坚定转型—布局体育、影视产业，拥抱大文化产业 | 5 |
| 公司发展历程—剥离传统主业，搭建大文化平台 | 5 |
| 完成两次收购，坚定转型路 | 5 |
| 体育产业—拓展版图，加快全产业链布局 | 7 |
| 体育行业政策利好不断，市场化进程加快 | 7 |
| 双刃剑—深耕体育领域多年，掌握优质核心资源 | 13 |
| 收购耐丝国际，布局体育经纪 | 18 |
| 增资汉为体育，布局场馆运营 | 19 |
| 涉足体育培训和俱乐部，培育可持续发展实力 | 20 |
| 影视制作—依托强大内容制作能力，寻求多元化发展 | 21 |
| 强视传媒—老牌影视公司，内容制作能力强 | 21 |
| 围绕其内容制作优势，公司将加强产业链横纵布局 | 22 |
| 盈利与估值 | 23 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------------------|----|
| 图表 1：公司发展历程重要事件 | 5 |
| 图表 2：收购公司承诺业绩（归母扣非净利润，单位：万） | 6 |
| 图表 3：完成增发后主要股东及其一致行动人持股比例 | 6 |
| 图表 4：公司股权结构示意图 | 6 |
| 图表 5：公司营收得到改善 | 7 |
| 图表 6：公司毛利率和净利率大幅提高 | 7 |
| 图表 7：中国近年体育增加值，2015 年预计达到 4000 亿元 | 7 |
| 图表 8：体育产业政策利好梳理 | 8 |
| 图表 9：《福布斯》2015 体坛赛事品牌价值榜（不等于收入），超级碗位列榜首 | 9 |
| 图表 10：2013 年全球主要足球联赛收入，中超大幅落后 | 10 |
| 图表 11：2013 年中超与英超收入结构 | 10 |
| 图表 12：2015/2016 足球联赛转会费（亿欧元），中超排名第一，中甲排名第四 | 11 |
| 图表 13：2015 年福布斯十大最有价值经纪公司 | 11 |
| 图表 14：全球体育赞助占广告市场占比 | 12 |
| 图表 15：双刃剑体育发展模式图 | 13 |
| 图表 16：公司发展阶段大事记 | 14 |
| 图表 17：公司三大主业之间的关系 | 14 |
| 图表 18：公司营销业务说明 | 15 |
| 图表 19：国际体育赛事资源 | 15 |
| 图表 20：公司知名品牌客户 | 16 |

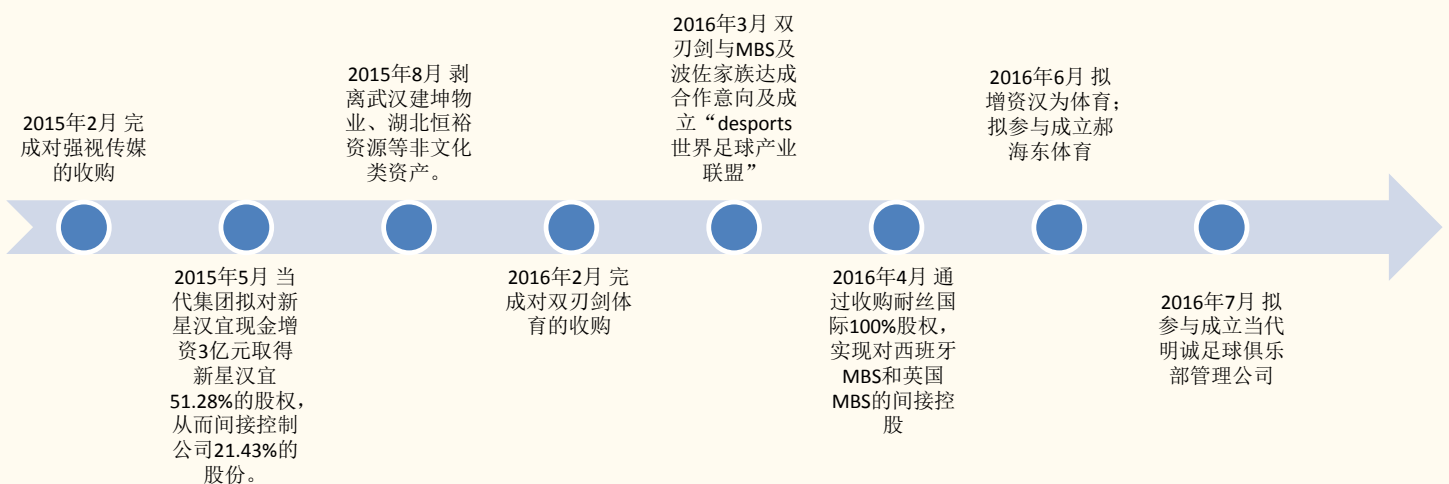
| | |
|-----------------------------------------------|----|
| 图表 21: 公司经典案例..... | 16 |
| 图表 22: 公司版权贸易相关案例 | 17 |
| 图表 23: 双刃剑赛事及活动运营案例..... | 17 |
| 图表 24: 耐丝国际产权关系..... | 18 |
| 图表 25: 汉为体育已签约的场馆情况..... | 20 |
| 图表 26: 公司经典影视作品剧照 | 21 |
| 图表 27: 公司 2016 年下半年拍摄计划 (2016.6.6 公司公布) | 22 |
| 图表 28: 公司计划中的电影项目 | 23 |
| 图表 29: 公司分项盈利预测——体育产业 (单位: 百万) | 24 |
| 图表 30: 公司分项盈利预测——影视产业 (单位: 百万) | 25 |
| 图表 31: 影视动漫产业估值..... | 26 |
| 图表 32: 体育产业公司估值..... | 26 |

坚定转型—布局体育、影视产业，拥抱大文化产业

公司发展历程—剥离传统主业，搭建大文化平台

- **剥离传统业务，集中资源和优势投入文化产业，外延并购打造大文化产业平台。**2015年以前，公司的主营业务为磷矿石贸易与学生公寓运营管理，其中，磷矿石贸易由于受到行业影响，盈利空间逐渐缩窄；学生公寓运营管理受资产规模和业务性质的制约，难以支持公司持续发展。2015年2月，公司完成对强视传媒的收购；2015年8月增资华娱时代，获得其51%的股权，将主业延伸至文化领域。2015年8月，为了集中精力专注于文化产业发展，公司完成了对原有武汉建坤物业有限公司、湖北恒裕资源有限公司等非文化类资产剥离。2016年2月，公司完成对双刃剑收购，进军体育产业；2016年4月，公司通过收购耐丝国际间接控股球员经纪公司西班牙MBS和英国MBS；2016年6月，公司公告拟增资汉为体育获得其51%股权，拟出资参与成立郝海东体育；2016年7月，公司公告拟参与成立当代明诚足球俱乐部管理公司，逐步完善公司在体育板块的布局。

图表 1：公司发展历程重要事件



来源：公司公告 国金证券研究所

完成两次收购，坚定转型路

- **2015年2月，公司完成对强视传媒的收购，转型影视领域。**强视传媒是全国首批取得国家广播电视总局颁发的《电视剧制作许可证（甲种）》资质的民营影视制作机构之一，强视传媒及核心经营层累计投资拍摄1000多集电视剧作品，并成功创作多部优秀作品，《小李飞刀》、《飞刀问情》《金粉世家》《龙票》《楚留香传奇》等。

强视传媒2014年、2015年、2016年、2017年承诺业绩为归属于母公司所有者的净利润分别不低于5,599.92万元、7,582.97万元、9,641.07万元、12,165.36万元；扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于4,743.77万元、6,392.56万元、8,164.10万元、10,123.15万元。2015年公司实现归母扣非净利润6,770.93万元，超额完成承诺业绩。

- **2016年2月公司完成对双刃剑的收购，迈出布局体育产业的第一步。**双刃剑是一家体育营销整体解决方案提供商、体育版权贸易服务商及体育赛事与活动运营商，其传统核心业务为体育营销。公司正逐步打造业务范围覆盖赛事运营、体育版权、体育旅游、体育视频、体育经纪、体育科技与体育大数据的大体育产业集团。目前双刃剑已将其业务拓展至体育版权及赛事运营，随着体育营销生态圈的进一步完善，双刃剑将形成自有IP加平台运营的双轮互动发展模式。

双刃剑 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年承诺业绩为归母扣非净利润 5,200 万元、6,900 万元、8,700 万元、10,400 万元。2015 年公司实现归母扣非净利润 5,713.94 万元，超额完成承诺业绩。

图表 2：收购公司承诺业绩（归母扣非净利润，单位：万）

| | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|------|----------|----------|----------|----------|
| 强视传媒 | 6392.56 | 8164.10 | 10123.15 | |
| 双刃剑 | 5200.00 | 6900.00 | 8700.00 | 10400.00 |
| 合计 | 11592.56 | 15064.10 | 18823.15 | 10400.00 |

来源：公司公告 国金证券研究所

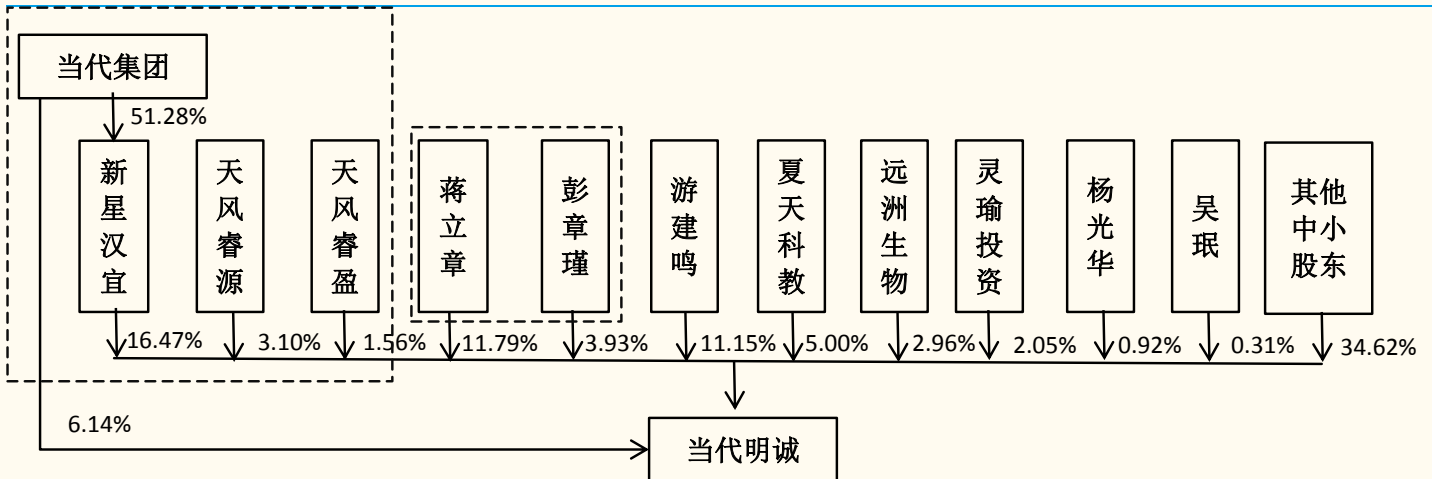
- **深耕文化产业，打造大文化产业整合平台。**公司通过外延并购及内生积累相结合的方式已完成迅速将其打造为具有一定竞争力且业务链条较为完整的文化控股集团的目标。
- **完成对双刃剑的收购后，公司控股股东仍为新星汉宜。**当代集团与一致行动人新星汉宜、天风睿盈、天风睿源持有上市公司 66,442,905 股，占收购完成后公司总股本的比例为 27.28%，蒋立章及其一致行动人彭章瑾所持股份占交易完成后公司总股本的比例为 15.72%，游建鸣所持股份占交易完成后公司总股本的比例为 11.15%。公司实际控制人艾路明先生，其通过新星汉宜间接持有公司股份。

图表 3：完成增发后主要股东及其一致行动人持股比例

| 序号 | 股东及其一致行动人 | 持股合计数额 | 持股比例 (%) |
|----|-------------|----------|----------|
| 1 | 当代集团及其一致行动人 | 66442905 | 27.28 |
| 2 | 蒋立章及其一致行动人 | 38305711 | 15.72 |
| 3 | 游建鸣及其一致行动人 | 30238243 | 12.41 |

来源：国金证券研究所

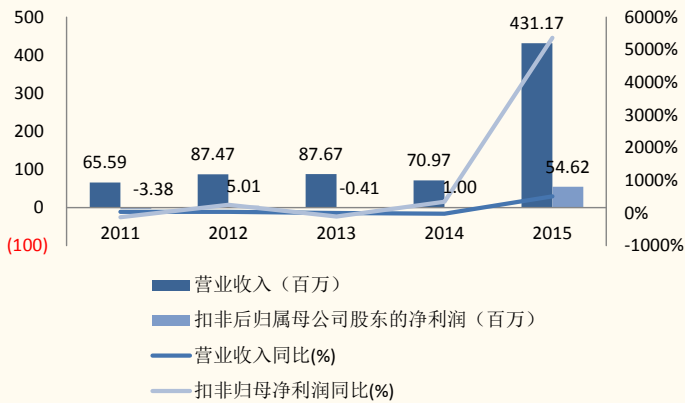
图表 4：公司股权结构示意图



来源：公司公告 国金证券研究所

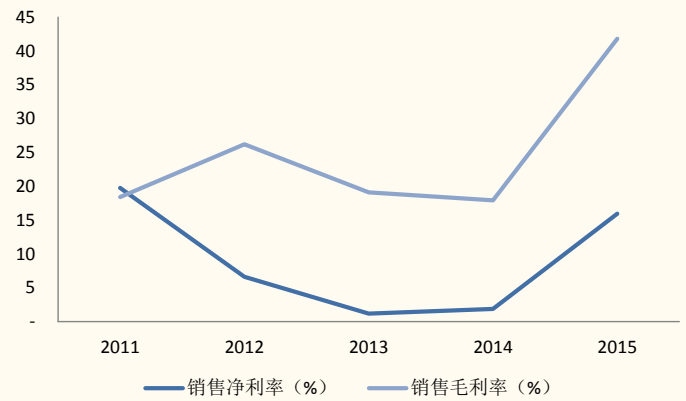
- **2015 年公司完成对于强视传媒的收购和剥离非文化资产后，盈利水平和经营数据得到了改善。**截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产达 12.18 亿元，同比增涨 536.03%；归属母公司所有者权益 86,921.27 万元，同比增涨 545.04%。2015 年度，公司累计实现营业收入 4.31 亿元，同比增涨 507.55%；实现归属母公司净利润 5,347.09 万元，同比增涨 5504.09%。

图表 5: 公司营收得到改善



来源: 公司公告 国金证券研究所

图表 6: 公司毛利率和净利率大幅提高



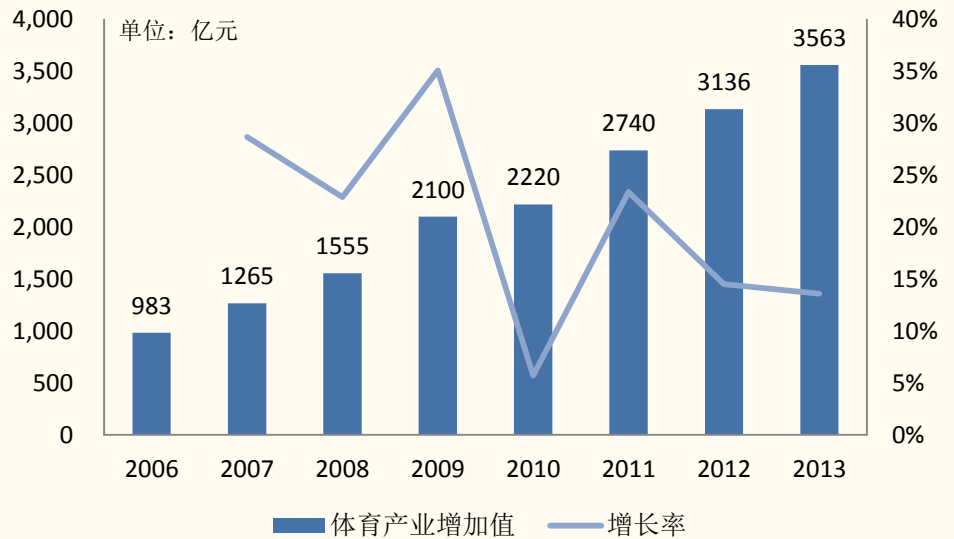
来源: 公司公告 国金证券研究所

体育产业—拓展版图，加快全产业链布局

体育行业政策利好不断，市场化进程加快

- **体育产业前景广阔，即将迎来高速发展。**根据国家体育总局的数据，2015年我国体育产业增加值约为4000亿，仅占国内生产总值的0.6%，相较于世界主要国家体育产业占GDP比重在2.0%~3.0%左右，我国体育产业规模较小，未来增长空间巨大。《体育“十三五”规划》明确2020年全国体育产业规模达到3万亿，体育产业年均增长高于同期经济增长速度，同时提出到2020年体育产业增加值在国内生产总值中的比重将达到1%。

图表 7: 中国近年体育增加值，2015 年预计达到 4000 亿元



来源: 易观咨询 国金证券研究所

- 从“十二五”规划以来国家和地方层面都出台一系列利好体育产业的政策性文件。赛事方面，包括简化赛事审批，扶持重点竞技项目，开展全民健身等；场馆方面，鼓励民间资本进入，提高场馆利用率，营管分离；同时也提出将相关部门的监管和运营权分开，促进体育服务的市场化。

图表 8：体育产业政策利好梳理

| 时间 | 政策文件 | 主要内容 |
|-------------|------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2010 年 | 《关于进一步加强运动员文化教育与运动员保障工作的指导意见》 | 进一步加强运动员文化教育和运动员保障工作完善并落实各项激励和保障政策，切实维护运动员切身利益 |
| 2011 年 2 月 | 《全民健身计划(2011-2015 年)》 | 到 2015 年，城乡居民体育健身意识进一步增强，参加体育锻炼的人数显著增加，身体素质明显提高，形成覆盖城乡比较健全的全民健身公共服务体系。全国各类体育场地达到 120 万个以上，人均体育场地面积达到 1.5 平方米以上。 |
| 2011 年 4 月 | 《体育事业“十二五”规划》 | 进一步完善体育产业扶持政策，建立体育产业发展政策体系；继续保持体育产业快速发展，增加值以平均每年 15% 以上的速度增长，到“十二五”末期，体育产业增加值超过 4000 亿，占国内生产总值的比重超过 07%，从业人员超过 400 万。优化体育产业结构，推动产业基地建设，盘活场馆资源，做好体育彩票管理工作等。 |
| 2012 年 | 《中国足球职业联赛管办分离改革方案》（试行） | 足球职业联赛管办分离改革，中国足协依据章程设立“职业联赛理事会”，授权其负责职业联赛的相关事宜，同时不再设立中超、中甲联赛委员会。逐步理顺和建立国家体育总局、中国足协、职业联赛理事会、中超公司分级管理层次。做大做强中超公司，整体提升职业联赛品牌价值。 |
| 2012 年 | 《“十二五”公共体育设施建设规划》 | 加大基础设施建设，积极支持基层公共体育设施建设；政府主导、多方参与；整合资源、鼓励开放；创新机制、持续运行，管办分离、营利性和非营利性分开原则。 |
| 2013 年 | 《关于加强大型体育场馆运营管理改革创新提高公共服务水平的意见》 | 强化体制和运营模式的改革创新，提高运营能力；拓展服务内容，提高使用效率；优化功能建设，合理规划布局；完善财政、税收及投融资政策，创造发展条件。 |
| 2014 年 3 月 | 《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》 | 拓展体育产业发展空间。拓展体育健身；推动竞技体育表演发展，打造精品赛事；推动体育服务产业发展；推动赛事版权开发，建立版权交易平台；加强体育品牌建设；促进体育衍生品开发。 |
| 2014 年 10 月 | 《国务院关于加快发展体育产业、促进体育消费的若干意见》 | 到 2025 年，体育产业达到 5 万亿；简化赛事审批，推进职业体育改革，创新场馆运营；鼓励社会资本进入；优化产业布局，改善产业结构；完善体育设施，发展休闲项目和体育赛事；营造建设氛围，推动场馆利用，加强体育文化宣传。 |
| 2014 年 12 月 | 《体育总局关于推进体育赛事审批制度改革的若干意见》 | 除全国综合性运动会和少数特殊项目赛事外，包括商业性和群众性体育赛事在内的全国性体育赛事审批一律取消。完善赛事事后监管措施，加强体育赛事服务，切实防范办赛风险。 |
| | 《体育总局关于印发“全国性单项体育协会竞技体育重要赛事名录”的通知》 | 《赛事名录》所列赛事，一律无需体育总局及其各厅司局、直属单位审批。 |
| | 《关于印发“在华举办国际体育赛事审批事项改革方案”的通知》 | 在华举办国际体育赛事，按照“计划报批，分类审批”的办法进行审批管理。由社会中介机构举办的商业性、群众性国际体育赛事不在此列，按照“属地管理”的原则，根据地方有关规定，自行办理相关手续。 |
| 2015 年 | 《中国足球改革发展总方案》 | 明确足协的定位和职能，调整组建足协；完善俱乐部的建设和运营模式；改进竞赛体系和联赛体制；推进校园足球，社会足球；推进国家队改革发展；加强足球场地建设管理。 |

| | | |
|---------|---------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2015年8月 | 《中国足球协会调整改革方案》 | 中国足协与体育总局正式脱钩，实现管办分离；完善中国足协治理制度建设，优化健全管理机制。 |
| 2016年4月 | 《中国足球中长期发展规划（2016-2050年）》 | 科学搭建中国特色足球管理体制；培养人才队伍，加强校园足球建设；到2020年全国特色足球学校达到2万所，全国足球场地数量超过7万块；2030年职业联赛组织和竞赛水平达到亚洲一流；2050年成为足球一流强国。 |
| 2016年5月 | 《体育发展“十三五”规划》 | 到2020年，全国体育产业总规模超过3万亿元，体育产业增加值的年均增长速度明显快于同期经济增长速度，在国内生产总值中的比重达到1%，体育服务业增加值占比超过30%。体育消费额占人均居民可支配收入比例超过2.5%。 |
| 2016年7月 | 《体育产业“十三五”规划》 | 坚持改革引领、市场主导、创新驱动和协调发展。总体目标：产量进一步增长，总规模达到3万亿，产业增加值在国内生产总值中比重达到1.0%；产业体系进一步完善、市场主体进一步壮大、产业基础进一步夯实、产业环境进一步优化。 |

来源：国金证券研究所

竞技体育—国内职业联赛市场化将大幅提升赛事收入

国际赛事营收多样化，赛事品牌价值高。美国传统四大职业联赛分别为超级碗（NFL）、美国职业篮球赛（NBA）、美国职业棒球大联盟（MLB）、北美职业冰球联盟（NHL）。根据公开资料，2014年NBA赛季总收入预计为40至50亿美元，而NFL、MLB 2014赛季收入超过90亿美元，版权费用是联赛收入的主要构成，NFL的收入约2/3来自于电视转播，平均每30秒400万美元（折合人民币约80万/秒，5000万/分钟），NFL一个赛季比赛场次约300场，总计收入达到约3亿美元。

根据《福布斯》2015年体坛赛事品牌排行榜，超级碗以5.8亿美元品牌价值排名第一位，夏季奥运会和冬季奥运会分别以3.48亿美元和2.85亿美元分列第二、三位。

图表9：《福布斯》2015体坛赛事品牌价值榜（不等于收入），超级碗位列榜首

| 排名 | 赛事名称 | 品牌价值（亿美元） |
|----|--------------------|-----------|
| 1 | 超级碗 | 5.8 |
| 2 | 夏季奥运会 | 3.48 |
| 3 | 冬季奥运会 | 2.85 |
| 4 | 国际足联世界杯 | 2.29 |
| 5 | 摔跤狂热（WrestleMania） | 1.7 |
| 6 | NCAA男篮四强赛 | 1.5 |
| 7 | Daytona 500（赛车） | 1.36 |
| 8 | 欧足联欧洲冠军联赛 | 1.27 |
| 9 | NCAA橄榄球季后赛 | 1.06 |
| 10 | 职棒大联盟世界系列赛 | 1.01 |

来源：公开资料 国金证券研究所

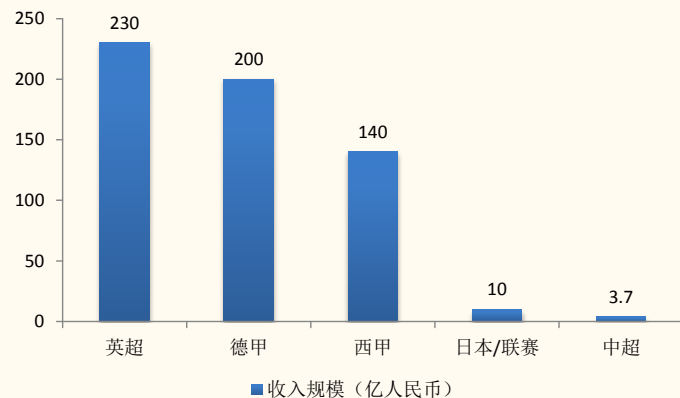
国内赛事收入结构仍然比较单一，但高品质赛事版权价值已逐渐显现。国内的竞技赛事仍然以商业赞助为主，我们以2013年中超与英超的收入结构类比，2013年中超收入仅3.7亿，其中商业赞助占比71%为2.63亿元，转播权占比仅为2%不足740万，门票和衍生品收入约1亿；而对比英超2013年收入达到230亿，转播权、商业赞助、门票及衍生品的收入占比为46%、30%、24%，收入结构较为均衡。

非市场化的赛事转播权使得赛事价值被严重低估。作为中国足球领域受众最广的赛事，中超转播权在2014年以前被严重低估，主要是2000年出台

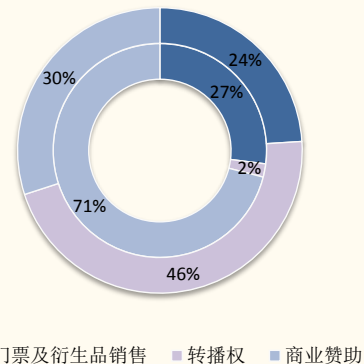
《关于加强体育比赛电视报道和转播工作的通知》规定国际和国内重要赛事的转播权一律由中央电视台统一购买其他电视台不得自行购买，央视再应地方台要求协调转让特定区域内的版权。赛事转播权的非市场化使得赛事版权被严重低估。

赛事转播权开放将促进赛事版权收入大幅提升。2014年“46号”文出台，提出建立体育产业资源交易平台，推进赛事举办权、赛事转播权等公开公平流转，按照市场原则分配体育赛事转播权益，促进多方主体参与，放开转播权，对于国际、国内重大赛事各电视台可以直接购买和转让。转播权开放后，2015年，体奥动力以5年80亿元的价格获得了中超2016~2020年赛事版权，前两年每年10亿元，后三年每年20亿元版权费。中超转播费的大幅度提升将促进国内其他高水平赛事转播权的改革。

图表 10: 2013 年全球主要足球联赛收入, 中超大幅落后



图表 11: 2013 年中超与英超收入结构



来源: 易观咨询 国金证券研究所

来源: 易观咨询 国金证券研究所

新媒体的发展将使得赛事 IP 价值得到深度挖掘, 体育娱乐产业成为版权变现新途径。乐视体育与体奥动力合作获得了中超独家新媒体版权, 将进行新媒体形态产品的全方位开发和保护, 2016年起, 乐视将联合旗下资源对中超进行高清实时直播, 将增加赛事的互动性和实时数据监测。除了乐视以外, 腾讯视频、新浪视频、PPTV、百视通等互联网新媒体企业不断投入巨资圈占体育赛事版权。2015 腾讯以 5 年 5 亿美元签下 NBA 在中国独家数字媒体版权, 成为 NBA 史上最大规模的国际数字媒体。

- **新媒体将成为主流的体育收视渠道。**2015 年我国网络视频用户达到 4.6 亿人次, 在线视频广告市场规模达到 247.9 亿元, 同时付费用户比例达到 17%。腾讯针对 NBA 推出了用户付费服务, 同时乐视体育在英超过去两个赛季也采用付费推广模式。体育赛事促进了视频网站会员增长, 随着网站广告收入和付费用户数量的进一步提升, 新媒体的版权之争将愈演愈烈。
- **新媒体将促进赛事版权资源的深度包装和运作。**针对赛事版权视频网站也将进行深度的挖掘, 围绕体育赛事打造一整套“IP”化变现模式, 把体育产业打造成泛娱乐产业。
- **新媒体、新科技将带来新的观赛体验。**乐视等互联网公司的加入将为赛事直播带来新的技术, 包括全景视频、VR 等, 增加临场感和互动性, 促进赛事的推广。

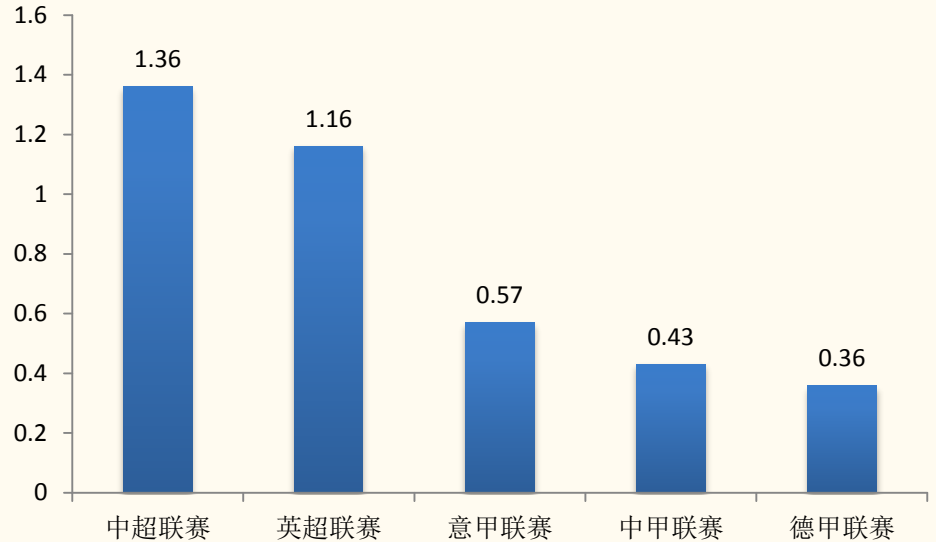
随着消费者文化娱乐消费水平的不断提高, 体育赛事门票收入也将持续增长。类比国内电影市场, 由于人均消费水平提高和国产电影制作水品的提升, 我国电影市场快速增长, 2015 年电影票房达到 440 亿, 观影人次约 12 亿次。2015 年中超联赛现场观众达到近 533 万人次, 电视观众关注及参与人数达到 4.1 亿。我们认为, 关注体育的消费群体庞大, 随着高品质赛事推出将会促进门票收入的大幅度提升。

体育经纪: 国内高水平赛事的商业化将促进体育经纪的发展

体育经纪主要是从事赛事策划，运动员的转会、参赛等，体育经纪是体育产业职业化和商业化的必然需求。

根据《goal》统计，中超 2015/2016 赛季转会费达到 1.36 亿欧元，超过英超的 1.16 亿欧元排名第一，以经济费用在 15%~20% 的转会费计算，中超经纪费用在 1.45 亿~2 亿人民币。目前国内体育经纪市场处于起步阶段，随着国内高水平职业联赛供给增加，国内俱乐部对于国内外优秀运动员的需求的增长，国内体育经纪地位将越来越重要。

图表 12: 2015/2016 足球联赛转会费 (亿欧元), 中超排名第一, 中甲排名第四



来源: goal 国金证券研究所

国际知名体育经纪公司，涉足多个领域，佣金逐年增长。根据《福布斯》公布的 2015 年度世界十大体育经纪公司名单，美国创新艺人经纪公司 (CAA) 位居榜首，佣金高达 2.6 亿美元。职业运动员代言、商业活动的增加使得运动员薪水大幅度提升，体育经纪公司收入也随之提升，《福布斯》排行榜前十的体育经纪公司合同交易金额达到 344 亿美元，佣金为 10.94 亿美元。

图表 13: 2015 年福布斯十大最有价值经纪公司

| 排名 | 名称 | 主营运动 | 佣金 (亿美元) | 合同交易额 (亿美元) |
|----|---------------------------------------|-------------------|----------|-------------|
| 1 | 创新艺人经纪公司 (CAA) | 橄榄球、篮球、棒球、高尔夫、曲棍球 | 2.6 | 64 |
| 2 | 波拉斯公司 (Boras Crop) | 棒球 | 1.17 | 17 |
| 3 | 相对论体育 (Relativity Sports) | 橄榄球、篮球、棒球 | 1.14 | 33 |
| 4 | 瓦瑟曼传媒集团 (Wasserman Media Group) | 橄榄球、篮球、足球、棒球、高尔夫 | 1.14 | 23 |
| 5 | 蒙迪尔体育管理公司 (Mondial Sports Management) | 足球 | 1.05 | 11 |
| 6 | 盖斯迪福特国际公司 (Gestifute International) | 足球 | 0.96 | 96 |
| 7 | 八边形体育 | 橄榄球、篮球、棒球 | 0.95 | 22 |

| | (Octagon) | 球、去曲棍球 | | |
|----|-----------------------------------------|-----------|------|----|
| 8 | 卓越体育管理公司 (Excel Sports Management) | 棒球、篮球、高尔夫 | 0.94 | 20 |
| 9 | 新港体育管理公司 (Newport Sports Management) | 曲棍球 | 0.55 | 14 |
| 10 | 恒星集团 (Stellar Group) | 足球 | 0.44 | 44 |

来源：国金证券研究所

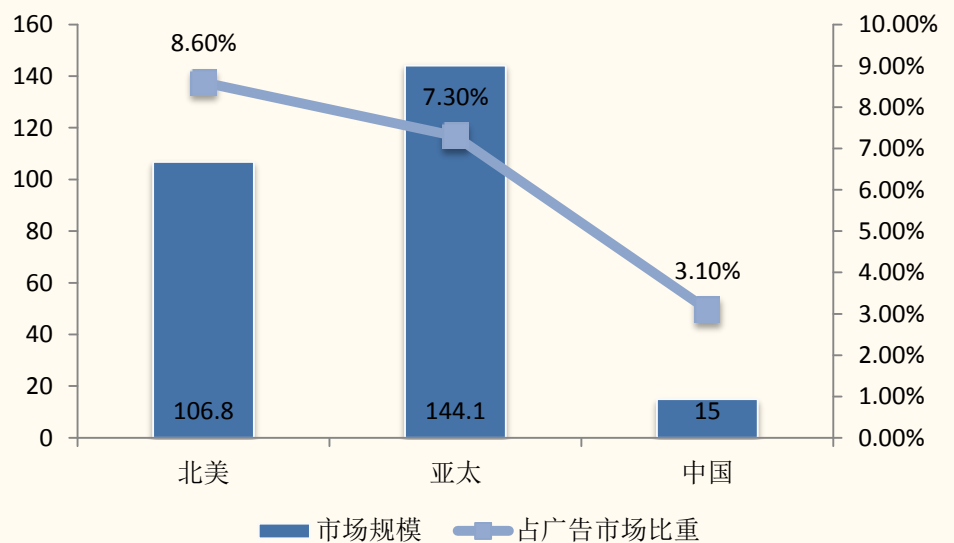
体育营销：市场需求增长，模式多样化

拓展影响力，赞助国内外知名赛事。随着中国企业越来越多的走向国际市场，赞助国外知名赛事成为企业增加海外影响力的有效途径。特步、安踏等体育用品企业争相赞助国际马拉松大赛；联想集团赞助 2008 年北京奥运会；北京汽车赞助 2014 年世界斯诺克中国公开赛等。最近几年西甲联赛成为了最受中国企业关注的国际赛事之一，2007 年，能源企业英利便正式赞助西甲俱乐部奥萨苏纳，随后特步、李宁、苏宁、华为等先后成为西甲或其俱乐部的赞助商，万达集团更是出资 4500 万欧元参股西甲马德里竞技俱乐部。竞技赛事高收视和影响力是企业最大的吸引力，赛事赞助、粉丝活动、电视广告、联合开发周边产品等都是竞技体育营销的重要手段。

接近消费者，大众赛事实现个性化营销模式。马拉松作为重要的群众赛事有很高的营销价值。首先，对于地方政府尤其是旅游城市，打造具有地方特色的马拉松赛事有利于提升城市形象；其次，针对相关企业如运动品牌、智能装备等打造符合品牌形象的赛事，同时接近消费者需求，将帮助企业更好的拓展市场。

总体来看，我国体育营销市场占整个广告市场比例还偏低，未来需求将大幅增长。根据易观咨询的数据，我国体育营销市场占整个广告市场 3.1%，约 15 亿，我们认为体育营销市场将保持快速增长。首先，赛事市场化将加大国内赛事供给数量；其次，赛事营销模式多样化，将更加贴合用户需求；最后，关注体育的群体扩大，赛事增加关注度。

图表 14：全球体育赞助占广告市场占比



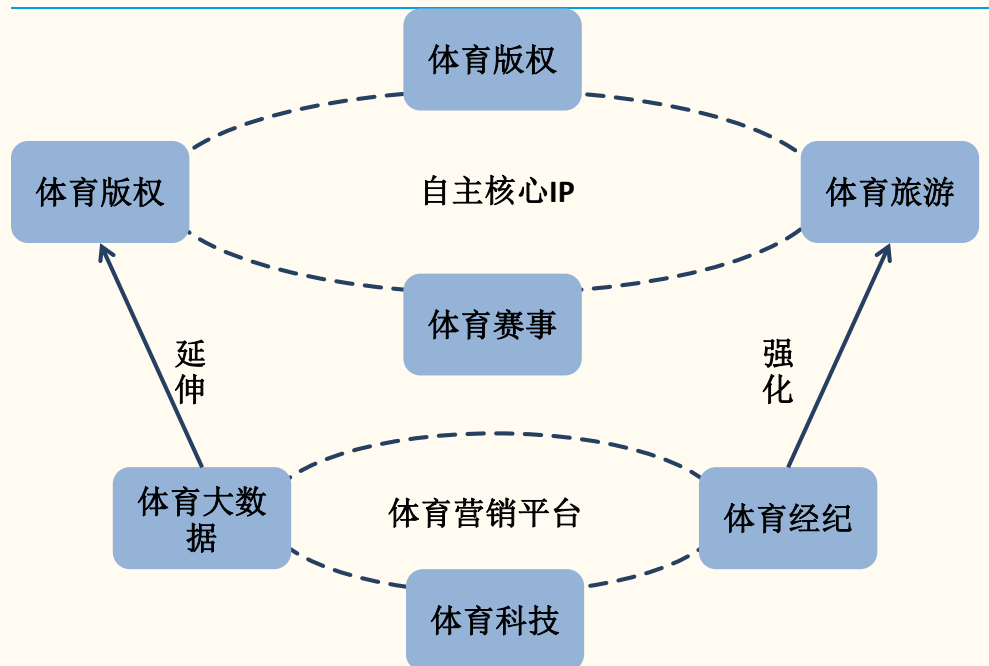
来源：易观咨询 国金证券研究所

双刃剑—深耕体育领域多年，掌握优质核心资源

- 十年积累，铸就国内体育营销行业领军企业。双刃剑是一家体育营销整体解决方案提供商、体育版权贸易服务商及体育赛事与活动运营商，其传统核心业务为体育营销。通过近十年的行业积累，双刃剑跃升国内领先的体育营销公司行列，凭借其“市场化”、“专业化”的体育营销运作，双刃剑的优质体育资源及品牌客户群体不断累积与丰富。2013年以来，基于体育产业“大市场、大行业、大格局”的未来发展趋势，公司积极寻求产业拓展及业务模式创新。以体育营销为平台，着力构建“体育营销生态圈”，力图打造覆盖赛事运营、体育版权、体育旅游、体育视频、体育经纪、体育科技与体育大数据等业务的大体育产业集团。

随着体育营销生态圈的初步形成，双刃剑将形成自有内容加平台运营的发展模式。目前双刃剑已将其业务拓展至体育版权及赛事运营，同时体育旅游、体育视频、体育经纪、体育科技及体育大数据等业务正在逐步开展之中。

图表 15：双刃剑体育发展模式图



来源：公司公告 国金证券研究所

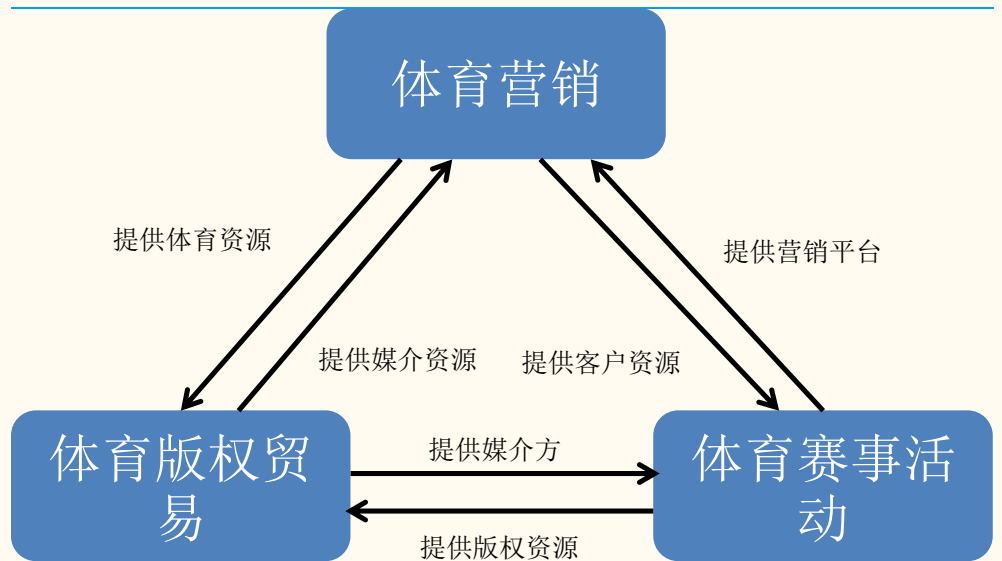
图表 16: 公司发展阶段大事记

| 时间 | 发展阶段 | 大事记 |
|------------|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2005~2008年 | 创业阶段 | 开创中国新型奥运营销模式，首次成功运作中国品牌牵手国外奥委会，协助“鸿星尔克”与朝鲜奥委会签署全球合作协议。 为“鸿星尔克”独家定制 08 奥运营销方案，赞助中国女子举重运动员陈燮霞夺取第一金，与鸿星尔克“TO BE NO1”完美契合。 首创 NBA 联赛单场广告投放模式，成功策划“鸿星尔克”进军 NBA 赛场。 首创欧洲足球联赛单场投放模式，成功策划“鸿星尔克”进军西甲、英超赛场。 |
| 2009~2013年 | 快速发展阶段 | 为鸿星尔克量身定制国际网球体育营销战略，通过体育赞助、明星代言及网球活动等一系列营销组合，成功将其打造成为中国网球运动第一品牌。 与南非奥委会达成合作协议，成为中国第一家在非洲拓展业务的体育营销机构。 成为代理国家奥委会最多的中国体育营销机构，在 2012 年伦敦举行了“亮剑伦敦发布会”，为近二十个国家奥委会招募“伦敦奥运会”中国战略合作伙伴。 |
| 2013年~今 | 产业拓展阶段 | 制造中国体育用品公司最大的体育营销事件，运作 361° 成为 2016 里约奥运会官方合作伙伴。 成功为乐视网引入 ATP 版权及巴西世预赛版权。为苏宁引进西甲版权。获得格拉纳达与力帆的服务合同。 自创时尚跑步赛事 FLASH RUN（荧光夜跑）。 |

来源：公司公告 国金证券研究所

- 夯实三大主要业务板块，着力全产业链拓展。双刃剑三大核心业务为体育营销、体育版权贸易、体育赛事及活动运营。体育营销是双刃剑目前业务的核心和基础，体育版权贸易服务与体育赛事及活动运营是体育营销业务平台的产业延伸，同时也是双刃剑重点发展的领域。三大主营之间相互促进，在资源、媒介和客户方面形成稳定的闭环。

图表 17: 公司三大主业之间的关系



来源：公司公告 国金证券研究所

双刃剑营销业务内容具体包括体育营销咨询、体育赞助及体育媒介广告投放。其中体育赞助是双刃剑营销业务围绕的核心，体育营销咨询是体育营销业务的基础及专业能力体现，体育媒介广告投放是体育营销多元化的有效补充。公司通过不同的营销手段，为客户提供整套的体育营销解决方案。

图表 18: 公司营销业务说明

| 业务类型 | 业务内容 | 产品及服务具体内容 |
|----------|-------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 体育营销咨询 | 分析客户需求, 挖掘客户企业文化、品牌及产品特色, 在寻求客户品牌、产品与体育文化的高度契合的基础上为品牌公司提供体育营销咨询服务。 | 服务内容包括提供体育营销方案咨询、体育营销方案设计、体育营销效果评估等服务。 |
| 体育赞助 | 根据品牌公司的市场推广需求, 通过整合国内外体育赛事、体育团体及体育明星等赞助资源, 为客户制定有效的体育赞助营销方案, 确保品牌客户的赞助权益得以实现。 | 包括但不限于为客户提供体育营销整体解决方案、向客户销售赞助权益(包括赛事冠名、使用赞助资源方 LOGO、品牌展示机会、广告席位、免费门票等)、为客户提供合同签订、实施监督、媒体支持及效果评估等服务。 |
| 体育媒介广告投放 | 基于客户市场推广需求, 通过整合国内外体育媒介资源, 为客户提供体育媒介广告投放服务, 确保品牌公司广告投放效果的实现。 | 提供广告投放方案策划、向客户销售广告席位、广告投放实施监督、广告投放效果评估等服务。 |

来源: 公司公告 国金证券研究所

双刃剑“致力于引领中国品牌走向世界”, 拥有国际知名体育赛事和体育明星资源, 是公司长远发展的核心竞争力。公司自成立以来拥有国际核心赛事资源包括奥运会、世界杯、国际顶级体育赛事(包括 NBA、欧洲五大足球联赛、四大网球公开赛)等; 积极推动“奥运战略”先后与 12 个国家和地区的奥组委建立了合作关系, 包括里约奥组委、南非奥组委、希腊奥组委等; 同时和国际知名体育明星麦克格雷迪、库兹涅佐娃、罗布雷多等建立了合作关系, 借助与 MBS 和波佐家族的合作, 以及公司体育经纪业务的拓展, 公司拥有的体育明星资源还将持续增加。

图表 19: 国际体育赛事资源



来源: 国金证券研究所

图表 20：公司知名品牌客户



来源：国金证券研究所

图表 21：公司经典案例

| 业务类型 | 经典案例 | 服务内容 | 服务特色 |
|----------|--------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| 体育营销咨询 | 鸿星尔克国际网球战略 | 为鸿星尔克制定国际网球战略。运作其赞助澳大利亚网球公开赛、ATP 年终总决赛、WTA 年终总决赛、中国网球公开赛、上海网球大师赛、武汉网球公开赛、深圳网球公开赛等国内外著名网球赛事，同时签约网球明星代言及举办网球相关营销活动。 | 深入挖掘鸿星尔克“TO BE NO1”的企业发展理念，帮助客户选择国内尚处于兴起阶段的时尚网球运动作为突破口，进行一系列体育营销运作，成功将其打造成为中国网球运动第一品牌。 |
| 体育赞助 | 361° 成为 2016 里约奥运会官方合作伙伴 | 运作 361° 成为 2016 里约奥运会官方合作伙伴，为里约奥运会的志愿者、工作人员提供赞助。 | 中国体育服装品牌最大的体育营销事件，中国服装品牌历史第一次成为奥运会官方合作伙伴。 |
| | 双刃剑“亮剑伦敦”发布会 | 双刃剑举行“亮剑伦敦发布会”，为近二十个国家奥委会招募“伦敦奥运会”中国战略合作伙伴 | 促成共七个国家奥委会与中国品牌达成合作关系，一举奠定了双刃剑在奥运资源方面的市场领先地位。 |
| 体育媒介广告投放 | 2008 北京奥运，鸿星尔克赞助朝鲜 | 为“鸿星尔克”独家定制 08 奥运营销方案，赞助中国女子举重运动员陈燮霞夺取第一金。 | 精准策划鸿星尔克赞助运动员勇夺北京奥运第一金，与鸿星尔克“TO BE NO1”完美契合。 |
| | 鸿星尔克 NBA、英超、西甲 LED 广告投放 | 为鸿星尔克制定广告投放策略，参与广告投放的执行监督及后续评估服务 | 与资源方进行谈判磋商，首创 NBA 联赛、欧洲顶级足球联赛单场广告投放模式。 |

来源：国金证券研究所

未来将推动“奥运战略”，加大核心资源的获取。公司在帮助 361 度成为里约奥运会官方第二类赞助商，完成了赞助级别从奥运赛事赞助外围走向核心的里程碑式的跨越后，将继续借助 2016 年奥运年的东风，积极推行“奥运战略”，深入拓展奥运资源。另一方面，将利用 2016 年国际大赛较多的有利因素，加大对国际赛事尤其是国际顶尖赛事资源的市场开发力度，持续提升国际营销的核心竞争力。

- 双刃剑体育版权业务包括体育版权贸易和体育版权居间服务。十年发展历程，双刃剑与众多国际顶级赛事资源方、欧洲顶级足球俱乐部、国内外知名体育团体等建立了深厚友好的合作关系。借助在资源端的优势，公司获取的新媒体版权以三年以上的中长期权利为主，能够保证体育版权业务的稳定性。
- 2015 年，双刃剑在协助苏宁旗下聚力传媒获得“2015—2020 年西甲联赛中国地区全媒体独家版权”，并被授予向除 PPTV 外的新媒体以及国内省市级电视台等传统媒体进行版权分销的权利。西班牙足球甲级联赛（西甲）是西班牙最高等级的职业足球联赛，也是欧洲及世界最高水平的职业足球

联赛之一，欧冠和欧联杯夺冠次数欧洲第一，分别是 16 次和 10 次。2015 到 2016 赛季开始，西甲实施新的转播分成协议，转播收入已经超越意甲，仅次于英超。同时，西甲联赛的球风注重技术与进攻，具有很强的观赏性，其在国内的版权价值将随着体育版权市场化而更加显现。

2016 年双刃剑除了积极推进西甲版权的分销业务外，还将加大对海外联赛版权的引入以及衍生产品开发的活动的，以保持其在体育版权贸易上的优势地位。

图表 22：公司版权贸易相关案例

| 案例 | 服务期限 | 服务内容 |
|-----------|----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 乐视西甲版权 | 2013-2015 赛季 | 西甲比赛新媒体网络转播权，以及该轮比赛的集锦节目；乐视获得“2012-15 年西甲联赛互联网电视独家合作伙伴”称号 |
| 乐视 ATP 版权 | 2013-2015 赛季 | ATP250, ATP500, ATP1000 中国大陆地区（不含港澳台地区）信息网络转播权，以及 ATP 网球杂志使用权 |
| 巴西世界杯预选赛版 | 2012 年 12 月 1 日至 2014 年 5 月 30 日 | 中国大陆境内（不包括港澳台地区）2014 年巴西世界杯预选赛欧洲区和南美区 2013 年度预选赛（包括附加赛），以及 2014 年巴西世界杯前欧洲和南美国家队热身赛，共计 50 场的新媒体版权 |

来源：国金证券研究所

- 双刃剑在赛事运营方面以全民健身赛事和商业化定制赛事为主，已成功举办“荧光跑”、“东风日产高尔夫”等赛事。FLASH RUN “荧光跑”是双刃剑打造的具有自主知识产权的大型系列户外跑步活动。双刃剑荧光跑南京站已于 2015 年 5 月成功举办，活动吸引近千名参与者，获得了 361 度、能量王等知名品牌的赞助，同时获得了新浪网、网易、搜狐等近三十家媒体的关注。公司未来将着力打造荧光跑赛事 IP，将继续在苏州、上海举办荧光跑系列活动加大商业开发力度。通过打造具有自主 IP 的赛事可以充分开发赛事商业价值，同时为体育营销提供新的平台。

图表 23：双刃剑赛事及活动运营案例

| 案例 | 活动日期 | 活动内容 |
|------------------|------------------|-------------------------------------------------|
| 双刃剑 FLASHRUN | 2015 年 5 月 9 日 | 10 公里竞赛型荧光夜跑 |
| 东风日产高尔夫 | 2013 年 9 月-11 月 | 高尔夫球员日“一杆进洞”大奖活动 |
| 新百伦媒体见面会 | 2013 年 10 月 11 日 | 新百伦在上海大师赛现场，举行球星见面会 |
| 鸿星尔克球童选拔、球星签约发布会 | 2009 年—2013 年 | ERKE 签约西班牙球星罗布雷多，在上海举行发布会，并且选拔一批球童，成为上海大师赛的现场球童 |

来源：国金证券研究所

- 双刃剑和 MBS 及波佐家族共同成立“desports 世界足球产业联盟”，依托强大资源优势开展体育经纪业务。
- MBS 即 Media Base Sports, S.L. (MBS 西班牙) 及 Media Base Sports 2 Ltd. (MBS 英国) (合称 Media Base Sports) 系欧洲体育经纪公司，分别在西班牙及英国从事球员转会代理、形象品牌代言、青少年球员培养和转会，并为客户提供足球俱乐部收购的咨询服务，及协助当地优秀的甲级俱乐部在世界范围内组织友谊赛等。（当代明诚于 2016 年 4 月通过收购耐丝国际，间接控股 MBS）

- 波佐家族，其家族拥有英超的沃特福德、意甲的乌迪内斯、西甲的格拉纳达三大俱乐部，主要业务为俱乐部管理运营。将为公司的体育经纪、体育营销业务提供良好的上游资源。

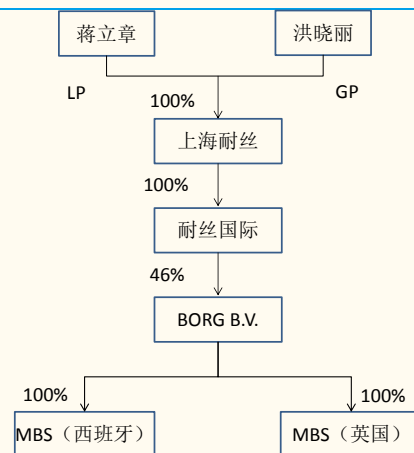
未来，双刃剑将与 MBS 共同开发该经纪公司所代理的国际知名球星在中国地区的商业权益，加强国内外教练员、球员资源的互动和交流。同时还将依据自身资源的优势以及合作方的经营情况，为合作方提供体育明星赞助权益、营销活动等多种形式的体育经纪业务。

- 双刃剑与两家俱乐部签订合同，提供商务代理和咨询服务，将增厚公司 2016 年业绩。
 - 香港双刃剑将为格拉纳达足球俱乐部提供中国地区（包括香港、澳门、台湾）经纪与市场推广等服务。2016 年 7 月，公司公告其全资子公司双刃剑（香港）体育发展有限公司与格拉纳达足球俱乐部有限公司签署《关于格拉纳达足球俱乐部有限公司之区域独家商务代理合同》，合同总金额 70-120 万欧元（约折合人民币 513.02-879.47 万元人民币）。商务代理权的签订预计给公司 2016 年带来商务代理业务增加 35-60 万欧元（约折合人民币 256.51-439.73 万元人民币）的收入。
 - 双刃剑将为力帆足球俱乐部提供咨询服务。2016 年 7 月，公司公告其全资子公司双刃剑（苏州）体育文化传播有限公司与重庆力帆足球俱乐部有限公司签署了《关于重庆力帆足球俱乐部有限公司之咨询服务合同》，合同履行期限为 5 个月，自 2016 年 8 月 01 日至于 2016 年 12 月 31 日。双刃剑为力帆足球俱乐部提供咨询服务的固定收入为 500 万元，另外根据公司服务期间给力帆俱乐部带来的招商及赞助收入、商业活动及推广收入、周边产品销售收入等总和，公司还将获得 300 万的浮动收益。

收购耐丝国际，布局体育经纪

- 2016 年 4 月，当代明诚公告，公司拟出资 3,950 万欧元（折合人民币约 29,032.50 万元）受让上海耐丝投资管理中心所持耐丝国际 100% 股权。耐丝国际持有 BORG B.V.46% 的股权，BORG B.V. 分别持有西班牙 MBS 和英国 MBS 公司 100% 股权。交易完成后公司将实现对 MBS 西班牙和 MBS 英国的间接控制。

图表 24：耐丝国际产权关系



来源：公司公告 国金证券研究所

- Equille Investment B.V. 和 Guirdis Holding(Malta)Ltd 分别持有 BORG B.V.27% 的股权。根据耐丝国际与 Equille Investment B.V.、Guirdis Holding(Malta)Ltd 于 2015 年 12 月签署的《关于 BORG 公司的股权买卖合同》，耐丝国际未来还将出资 1800 万欧元收购上述两家公司所持的 BORG B.V. 部分股权，从而持有 BORG B.V. 股权至 70%。如公司受让耐丝国际 100% 股权即使其成为公司全资子公司，该股权买卖合同仍需继续履行。待耐丝国际完成上述交易后，公司将间接持有 BORG B.V.70% 的股权。

为进一步加快公司体育产业布局，延伸公司产业价值链。

当代明诚于 2016 年 4 月 30 日公告，拟对全资子公司耐丝国际增资 3300 万欧元。其中 1800 万欧元用于耐丝国际继续收购 Borg B.V. 股权，剩余 1500 万欧元将用于补充耐丝国际的流动资金。

- **MBS 西班牙和 MBS 英国为国外优质体育经济公司。**BORG B.V. 公司作为一家控股性公司，本身没有主营业务，主要经营资产为 MBS 西班牙 100% 股权以及 MBS 英国 100% 股权，2014 年、2015 年分别实现营业收入 4454 万、2503 万，净利润 1317 万、-67 万。

MBS 西班牙和 MBS 英国分别在西班牙境内和英国境内从事职业球员和青年球员的经纪业务以及俱乐部的咨询服务。MBS 在俱乐部签约球员或品牌方与球员签订代言协议后，向俱乐部和品牌方收取相应佣金。截至目前，MBS（西班牙）和 MBS（英国）已为 Luis Suárez（路易斯·苏亚雷斯）、Iniesta（伊涅斯塔）、Thiago Alcantara（蒂亚戈·阿尔坎塔拉）、Seung Woo Lee（李胜宇）等球员提供了定制化的个人经纪服务。此外，MBS 西班牙和 MBS 英国还为巴塞罗那、拜仁慕尼黑、阿森纳、曼城等足球俱乐部提供咨询服务，协助俱乐部完成买卖球员的转会谈判、开展球探工作以及商业赛事组织和协办。

MBS 西班牙和 MBS 英国具有良好的资源优势 and 团队优势。

- 资源方面，1) 公司与优秀的运动员、教练员和顶尖俱乐部建立了合作关系，包括 Josep Guardiola（何塞普·瓜迪奥拉）、Figo（菲戈）、Roberto Carlos（罗伯托·卡洛斯）、Messi（梅西）、Iniesta（伊涅斯塔）、Piqué（皮克）、Luis Suárez（路易斯·苏亚雷斯）等知名教练与球员，巴塞罗那、拜仁慕尼黑、阿森纳、曼城等顶尖俱乐部俱乐部。2) 在资源储备方面，MBS 凭借自身在行业中的口碑与影响力，先后签约了近 30 名 18 岁以下的年轻优秀球员，并同时与 30 多位青少年优秀球员保持着密切的联系。3) 在经纪业务方面，MBS 与百事可乐、尼桑、雷诺、三星、高乐高、乌拉圭电信、西班牙锐高仕等一大批全球知名品牌开展合作，建立了稳定的多元化的合作关系。

同时西甲和英超是世界上发展最好的两大职业足球联赛，不但拥有曼联、利物浦、切尔西、阿森纳、皇马、巴塞罗那等世界顶级俱乐部，还拥有丰富的足球运动员资源，MBS 西班牙和 MBS 英国依托西甲和英超资源优势明显。

- 公司具有稳定的核心团队。MBS 核心团队由以创始人佩拉·瓜迪奥拉（Pere Guardiola）为核心的资深体育人士构成，团队成员均为业内知名的专业体育人士。
- **完成对 MBS 西班牙和 MBS 英国的收购，公司将通过引进国外优质赛事 IP 资源和输出国内企业和球员，实现进一步的全球化布局。**公司将为中超引进优质外援，国内足球产业的迅速发展，优秀球员的转会费不断创新高，我们认为由于人才的供需不平衡，一段时间内中超/中甲的转会费还将维持在较高水平，MBS 通过代理、中介活动促成球员转会到中超俱乐部可以获得高额中介收入（国际通行惯例，球员转会经纪费用约占转会费的 10% 至 20%）。除了体育经纪外，公司还将开发欧洲体育资源在国内的商业价值，引进国外先进的青训和俱乐部管理体系，同时引进欧洲体育运动周边产品。另一方面，MBS 也将帮助中国运动员进入欧洲俱乐部，并且帮助中国企业打开欧洲体育营销市场，拓展双刃剑原有的体育营销资源。

增资汉为体育，布局场馆运营

- **为全面开拓公司体育相关产业链各价值环节，布局体育场馆运营，公司增资汉为体育，获得其 51% 股权。**2016 年 6 月 3 日，公司与汉为体育签署了《武汉当代明诚文化股份有限公司与深圳前海厚石体育投资发展有限公司及武汉华为沐石文化投资有限公司之增资协议》，公司拟以 1 亿元人民币对汉为体育增资，其中 5,204 万元计入注册资本，其余 4,796 万元计入资本公积；本次增资完成后，本公司持有汉为体育 51% 股权。

- 汉为体育主要以中小型体育基础设施的运营及投资为业务核心，并在此基础上致力于大众体育赛事的组织、运营和推广，专业培训的开展。汉为体育目前主要采取场馆依托、赛事引流、培训增值的三位一体的经营模式，即以场馆为核心，通过赛事为场馆和培训引流，再通过培训提升场馆与赛事的影响力与增值空间。
- 目前汉为体育已经签约的主要体育场馆有：汉口江滩的篮球公园项目，徐东销品茂顶层足球场，光谷绿世界体育综合场馆，武汉洪山欢乐灯光足球场，公司预期 2017 年内在全国范围内运营的经营场馆达到 30 家，2018 年内在全国范围内运营的经营场馆达到 50 家。

■
图表 25：汉为体育已签约的场馆情况

| 项目 | 位置 | 概述 |
|--------|-----------|--------------------------------------------|
| 篮球公园 | 汉口江滩 | 拥有 6 个标准篮球场，其中室内篮球场 1 个，租期为 6 年，已经投入运营。 |
| 足球场项目 | 徐东销品茂顶层 | 租期 8 年，预计 7 月底投入运营。 |
| 体育综合场馆 | 光谷绿世界 | 拥有篮球场、足球场、羽毛球、健身房、游泳馆、青少年拓展、餐饮配套等，租期 10 年。 |
| 足球馆项目 | 武汉欢乐汇广场顶楼 | 面积约 5,000 平方米，共 6 片场地。合同租期 6 年。 |

来源：公司公告 国金证券研究所

- 汉为体育目前主要承接并举办的赛事为武汉足球城市超级杯与武汉篮球城市超级联赛。其中：武汉足球城市超级杯为汉为体育与武汉市足协于 2015 年首次举办；武汉篮球城市超级联赛于 2013 年首次举办，至今年第四届比赛组织工作已启动。该项赛事前两届由原武汉互碰文化传媒有限公司运营，该公司解散后其核心团队注入汉为体育，并继续运营武汉篮球城市超级联赛，延续品牌价值。

除此之外，汉为体育还成功运作了“汉马”预赛，并拟继续承接城市马拉松、FIBA 篮球 3 对 3、电音跑、垂直马拉松等体育赛事。

- 汉为体育目前尚处于前期投入阶段，2015 年，其营业收入 175.57 万元，净利润-188.85 万元。2016 年一季度，其营业收入 50.73 万元，净利润-170.24 万元。公司预计 2016 年、2017 年、2018 年完成净利润 450 万、1200 万、2200 万。

涉足体育培训和俱乐部，培育可持续发展实力

- 在上游体育资源方面，公司涉足体育培训和俱乐部与其体育营销、体育经纪业务有良好的促进作用，形成可持续发展的闭环。
- 参与成立郝海东体育，涉足体育培训业务。2016 年 6 月 24 日，当代明诚公告拟出资 800 万元与郝海东先生、蒋立章先生、武汉德泽合晖投资中心共同成立郝海东体育发展（上海）有限公司，公司出资占比 40%。郝海东体育主营业务为组织体育（非职业）职能训练及培训、体育文化信息咨询（除经纪）；体育（或者足球）咨询及训练等。

公司此次投资将拓展其体育经纪业务，与现有的体育业务和资源形成协同。郝海东曾多次入选中国国家足球队，在中国顶级联赛（甲 A 和中超）历史射手榜排名第二，在中国男足国家队的历史进球排名第一，1998 中国足球先生、1998 年亚足联最佳射手、2001 中国十佳运动员、2003 亚冠联赛最佳射手、2004 中国足协十年甲 A 最佳球员。公司与郝海东先生的合作将保证其体育培训业务的专业性和培训质量，促进体育培训业务顺利开展，形成球员资源后，将促进其体育经纪业务发展。

- 出资成立俱乐部管理公司，拓展上游资源。2016年7月16日，当代明诚发布公告，公司拟出资2000万元与蒋立章、天风睿利（武汉）投资中心、武汉国创资本投资有限公司和天风天睿投资有限公司共同成立当代明诚足球俱乐部管理有限公司，当代明诚占俱乐部管理公司总股本的4.65%。

影视制作—依托强大内容制作能力，寻求多元化发展

强视传媒—老牌影视公司，内容制作能力强

- 强视传媒是一家集影视节目制作、引进、发行、广告、演员经纪、动画制作及新媒体为一体的影视传媒机构。公司主营业务为投资、制作和发行电视剧、电视剧衍生业务、艺人经纪业务等。强视传媒曾当选为广东省电视节目制作行业副会长单位、首都广播电视节目制作业协会常务理事单位、中国电视节目制作产业协会副会长单位，于2008年评为全国电视剧制作十大民营企业之一，2010年国家文化进出口重点企业。
- 强视传媒的核心优势为电视剧的创作、制作和发行。公司为全国首批取得国家广播电视总局颁发的《电视剧制作许可证（甲种）》资质的民营影视制作机构之一，自公司及其前身成立以来，强视传媒累计投资拍摄1000多集电视剧作品，并成功创作多部优秀作品，如《小李飞刀》、《飞刀问情》、《金粉世家》、《龙票》、《楚留香传奇》等。2015年，公司为纪念中国抗日战争胜利70周年出品的《最后一战》，自央视八套黄金档首播以来，获得了单集最高收视率超过2.5%，单集收视份额最高达到8%的优秀成绩；该剧也获得了第六届澳门国际电视节金莲花优秀电视剧大奖。

图表 26：公司经典影视作品剧照



来源：国金证券研究所

1999年，强视传媒将古龙的经典小说《小李飞刀》搬上荧屏，获当年收视率最高的电视剧之一。《小李飞刀》成功之后，强视传媒分别于2005年、2006年再次将古龙笔下的武侠作品《大旗英雄传》和《铁血传奇》搬上荧屏，其中根据古龙武侠小说《铁血传奇》改编的电视剧《楚留香传奇》在中央电视台八频道黄金时间热播，获得央视2007年电视剧收视率排名第三的好成绩。上述作品的成功，为强视传媒赢得了“恋古情节”的美誉。

2002年，强视传媒投资拍摄40集电视剧《金粉世家》，在中国中央电视台第八频道、第一频道及全国省级电视台热播，创下2003年收视率的新高。2005年，强视传媒推出《金粉世家》姉姐篇《金色年华》，于2010年在中央电视台及全国省市电视台黄金档播出。

2007年之后，强视传媒围绕红色经典剧及神话故事等，联合投资制作及发行了《敌营十八年》、《喋血边城》、《聊斋之狐仙》等多部优秀的影视作品。以上电视剧的成功为强视传媒树立了优秀的品牌形象，赢得了很高的市场影响力，并获得“最具实力民营电视剧制作机构”奖及“TV制胜”最具实力机构奖。

- **公司强大的制作能力依托于其优秀的制作和管理团队。**强视传媒董事长兼总经理游建鸣先生，曾任湘西电视台、湖南电视台文艺部编导，中山电视艺术中心制片人、发行人，具有二十多年的电视剧行业从业经历，制作及发行多部优秀的电视剧作品，例如《小李飞刀》、《金粉世家》、《大旗英雄传》、《龙票》等。强视传媒凭借自身良好的市场形象及发展平台，吸引多名相关专业人才的加入，例如负责公司电视剧制作的王学伟先生，曾历任湖北电视剧制作中心制片人，副导演；负责公司电视剧发行的徐强先生，曾历任浙江有线电视台编辑、制片人，浙江电视台影视娱乐频道主任；负责公司影视剧宣传李可科女士、曾历任北京紫禁城影业有限责任公司副经理、北京宸铭传媒有限公司总经理；负责公司投融资、财务管理的黄明芳女士，曾任博纳影业集团财务副总监。

围绕其内容制作优势，公司将加强产业链横纵布局

- **强视传媒将通过整合资本、制作和运营资源，在横向方面积极推进公司在电影、网络电影、网络剧、综艺栏目制作及运营以及相关衍生业务的布局，不断丰富内容业务板块；在纵向方面以内容 IP 为基础，通过深度垂直、广度开放的产业布局打通实体经济产业链。**
- **公司预计今年将有 6 部新剧完成拍摄，2016 年下半年将有 7 部新剧投入制作拍摄中。**公司在 2016 年 6 月 6 日，召开新剧发布会，其中新剧发行包括《爱人同志》、《玄武》、《爱情也包邮》、《惹上你爱上你》、《我是你的眼》、《开封府传奇》等；2016 年下半年部分新剧拍摄计划包括《大清相国》、《金粉世家之梦》、《金粉世家之飘》、《新龙门客栈》、《青春的陷阱》、《相遇在普朗克温度》、《星际驱魔人》、《超神小子》等。公司拍摄题材也由传统的年代、战争剧拓展到青春爱情题材、电子竞技题材等，在坚持精品化制作的同时拓展内容的广度。

图表 27：公司 2016 年下半年拍摄计划 (2016.6.6 公司公布)

| 序号 | 项目名称 | 集数 | 预计开机时间 | 预计完成时间 | 合作方式 | 目前进展 |
|----|--------------|----|-----------|--------|-------|----------------------------------------------------------|
| 1 | 大清相国 | 40 | 2016 年下半年 | 2017 年 | 主投并发行 | 前期筹备中，已与卫视签订联合摄制协议，剧本已完成，主创、演员正在洽谈中； |
| 2 | 新金粉世家 | 80 | 2016 年下半年 | 2017 年 | 主投并发行 | 前期筹备中，已签联合摄制协议，剧本第一部《金粉世家之梦》已完成，第二部《金粉世家之飘》修改中，主创、演员洽谈中； |
| 3 | 新龙门客栈 | 50 | 2016 年下半年 | 2017 年 | 主投并发行 | 前期筹备中，剧本修改中，制片人、导演已签，演员洽谈中； |
| 4 | 青春的陷阱 | 45 | 2016 年下半年 | 2017 年 | 主投并发行 | 剧本修改中，导演已确定人选，其他主创洽谈中； |
| 5 | 相遇在普朗克温度 | 35 | 2016 年下半年 | 2017 年 | 主投并发行 | 已签联合摄制合同，剧本已完成，主创、演员洽谈中； |
| 6 | 星际驱魔人 (网剧) | 20 | 2016 年下半年 | 2017 年 | 主投并发行 | 前期筹备中，导演、演员等主创已签约，主演邱泽、孙耀琦； |
| 7 | 超神小子 (原英雄少年) | 40 | 2016 年下半年 | 2017 年 | 主投并发行 | 剧本修改中，主创、演员洽谈中； |

来源：公司公告 国金证券研究所

- **电影方面，公司制订了传统电影与网络电影共同开发的项目计划，并拟通过与国内外优质资源合作的方式，实现投资的风险分担和资源共享，2016 年公司计划主投并发行的电影有三部，《我的爱如此麻辣》、《金粉世家》、《人鱼大叔》预计将在 2017 年完成拍摄。**

图表 28：公司计划中的电影项目

| 序号 | 项目名称 | 开机时间 | 预计完成时间 | 合作方式 | 目前进展 |
|----|---------|--------|--------|-------|---------------------|
| 1 | 我的爱如此麻辣 | 2016 年 | 2016 年 | 主投并发行 | 张小娴小说改编，剧本修改中，主创洽谈中 |
| 2 | 金粉世家 | 2016 年 | 2017 年 | 主投并发行 | 剧本创作中；主创洽谈中 |
| 3 | 人鱼大叔 | 2016 年 | 2017 年 | 主投并发行 | 原创剧本修改中；主创、演员洽谈中 |

来源：公司公告 国金证券研究所

- 衍生品开发方面，首先将加快与中辉集团的合作进度以及《新龙门客栈》影视基地的建设工作，同时还将培育以基地为依托的实景娱乐与旅游业务。其次，将加强对相关影视剧的广告植入以及植入后的营销开发力度，逐步创造新的盈利增长点。

盈利与估值

按照公司的主营业务，我们将公司营收分为体育产业和影视产业进行预测。

- 体育产业方面，公司收入来自双刃剑体育、耐斯国际和汉为体育。
 - 双刃剑的营收拆分按照其业务类型分为，体育营销、体育经纪、体育版权、体育赛事。
 - 体育营销方面，主要是为大客户提供整体的解决方案，公司客户包括鸿星尔克、361°、乔丹体育、New Balance、东风日产、Rio 鸡尾酒、能量王等，客户资源稳定，且公司拥有良好的上游赛事资源包括奥运会、NBA、西甲、英超、澳大利亚网球公开赛等；按照不同的服务合同，公司在体育营销方面收入确认有一次性确认收入（如广告类）和在服务期内按月分摊确认收入的方式（如帮助 361° 成为奥运会官方合作伙伴在 2014 年~2016 年分摊确认收入），因此体育营销收入受赛事举办时间影响较小。随着下游企业在体育营销整体投入的增长，我们认为公司在赛事资源方面的优势将保证其收入稳定增长，预计公司 2016E、2017E、2018E 赛事营销收入为 2 亿、2.4 亿、2.88 亿。
 - 体育经纪方面，公司与国内俱乐部和国外体育经纪公司都有良好的合作关系。国内俱乐部资源包括苏宁俱乐部、重庆力帆俱乐部等，同时 MBS 的球员资源将为公司后续体育经纪业务开展提供良好的支持。随着中超、中甲转会费的大幅提高，公司体育经纪业务收入将逐步增长。体育经纪盈利模式为按照转会费金额收取 10%~20% 的中介费，由于公司体育经纪业务处于起步阶段，我们保守估计公司 2016E、2017E、2018E 体育经纪收入为 2000 万、2000 万、2000 万。
 - 体育版权方面，公司与 PPTV 达成西甲“2016-2020”版权分销合作，根据版权分销合作备忘录，将取得向除 PPTV 外的新媒体以及国内省市级电视台等传统媒体的分销权利，公司将根据不同的分销合同取得一定的中介费；同时，公司也在积极寻找新的版权资源，随着体育版权的市场化，新媒体对于体育版权的争夺加剧，2015 年 1 月，腾讯以 5 年 5 亿美金获得 NBA 独家新媒体转播权；2015 年 8 月，PPTV 以 5 年 2.5 亿欧元获得西甲未来五年全媒体版权；2015 年 9 月，乐视以 2 亿美元购买 2016-2019 三个赛季香港地区英超相关版权；同月，体奥动力以 5 年 80 亿元获得中超版权，优质的体育版权价值将极大的提高。我们预计，公司 2016E、2017E、2018E，体育版权收入为 8000 万、8000 万、8000 万。
 - 体育赛事方面，公司目前主要运营荧光跑赛事和商业项目。荧光跑于 2015 年 5 月首次在南京举办，目前还处于起步阶段，体育赛事 IP 需要较长的运营时间，我们保守估计公司 2016E、2017E、2018E 收入为 100 万、200 万、300 万。

双刃剑体育整体的营收（考虑其 2016 年 2 月开始并表）2016E、2017E、2018E 为 2.76 亿、3.42 亿、3.91 亿。

耐丝国际方面，公司持有耐丝国际 100% 股权，耐丝国际的资产主要为持有 BORG B.V.46% 的股权，BORG B.V. 分别持有西班牙 MBS 和英国 MBS 公司 100% 股权。耐丝国际收入主要来自西班牙 MBS 和英国 MBS，考虑其 2016 年 4 月开始并表，我们预计耐丝国际 2016E、2017E、2018E 收入分别为 1725 万、2990 万和 3887 万。（耐丝国际 2015 年 10 月成立，因此 2015 年经营业绩不具有参考性，由于其资产主要为持有的 BORG.B.V 46% 的股权，我们参考 BORG B.V. 营业收入 2014 年、2015 年分别为 2503.13 万、4454.33 万；净利润 2014 年、2015 年分别为 -66.8 万、1317.22 万）。

汉为体育方面，其营收可以分为场馆收入、赛事收入和培训收入，其中赛事和培训主要是为了支持和提升其场馆运营，公司未来将加强其场馆运营，计划 2017 年、2018 年场馆数量为 30 个、50 个，考虑其 2016 年 6 月开始并表，我们预计汉为体育 2016E、2017E、2018E 收入为 1730.5 万、1.31 亿、1.84 亿。

公司体育产业总收入为 2016E、2017E、2018E 3.1 亿、5.03 亿、6.14 亿。

图表 29：公司分项盈利预测——体育产业（单位：百万）

| | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------|--------|--------|--------|
| 体育产业 | | | |
| 双刃剑 | | | |
| ——收入 | 275.92 | 342 | 391 |
| ——成本 | 145.57 | 177.5 | 199.7 |
| ——毛利 | 130.35 | 164.5 | 191.3 |
| ——毛利率 | 47.24% | 48.10% | 48.93% |
| —体育营销 | | | |
| ——收入 | 200 | 240 | 288 |
| ——成本 | 90 | 108 | 129.6 |
| ——毛利 | 110 | 132 | 158.4 |
| ——毛利率 | 55% | 55% | 55% |
| —体育经纪 | | | |
| ——收入 | 20 | 20 | 20 |
| ——成本 | 4 | 4 | 4 |
| ——毛利 | 16 | 16 | 16 |
| ——毛利率 | 80% | 80% | 80% |
| —体育版权 | | | |
| ——收入 | 80 | 80 | 80 |
| ——成本 | 64 | 64 | 64 |
| ——毛利 | 16 | 16 | 16 |
| ——毛利率 | 20% | 20% | 20% |
| —体育赛事 | | | |
| ——收入 | 1 | 2 | 3 |
| ——成本 | 0.8 | 1.5 | 2.1 |
| ——毛利 | 0.2 | 0.5 | 0.9 |
| ——毛利率 | 20% | 25% | 30% |
| 耐丝国际 | | | |
| ——收入 | 17.25 | 29.9 | 38.87 |
| ——成本 | 3.45 | 5.98 | 7.774 |
| ——毛利 | 13.8 | 23.92 | 31.096 |
| ——毛利率 | 80% | 80% | 80% |
| 汉为体育 | | | |
| ——场馆收入 | 17.61 | 112.26 | 160.78 |

| | | | |
|---------|--------|--------|--------|
| ——赛事收入 | 12 | 13 | 17 |
| ——培训收入 | 5 | 5.5 | 6 |
| ——收入总和 | 17.305 | 130.76 | 183.78 |
| ——成本总和 | 11 | 75.66 | 107.79 |
| ——毛利总和 | 6.305 | 55.1 | 75.99 |
| ——毛利率 | 36.43% | 42.14% | 41.35% |
| 体育产业总收入 | 310.47 | 502.66 | 613.65 |
| 体育产业总成本 | 160.02 | 259.14 | 315.26 |
| 体育产业毛利 | 150.46 | 243.52 | 298.39 |
| 体育产业毛利率 | 48.46% | 48.45% | 48.62% |

来源：国金证券研究所

- **影视产业方面**，根据公司公告，2016年预计有6部新剧将确认收入，我们假设公司2016E、2017E、2018E新剧方面可确认收入的集数为260集、260集、260集，公司主要采用主投和发行的方式，我们假设单集收入2016E、2017E、2018E为200万、220万、242万；电影方面，公司涉足较晚，按照其拍摄计划我们预期其2017年开始贡献收入。**影视业务总收入为2016E、2017E、2018E 5.72亿、6.49亿、7.12亿。**

图表 30：公司分项盈利预测——影视产业（单位：百万）

| | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------|--------|---------|---------|
| 电视剧 | | | |
| ——新剧集数 | 260 | 260 | 260 |
| ——新剧单部剧收入 | 2 | 2.2 | 2.42 |
| ——新剧收入 | 520 | 572 | 629.2 |
| ——老剧收入 | 52 | 57.2 | 62.92 |
| ——收入 | 572 | 629.2 | 692.12 |
| ——成本 | 343.2 | 377.52 | 415.272 |
| ——毛利 | 228.8 | 251.68 | 276.848 |
| ——毛利率 | 40% | 40% | 40% |
| 电影 | | | |
| ——上映数量 | | 1 | 1 |
| ——单部票房分账收入 | | 20 | 20 |
| ——收入 | | 20 | 20 |
| ——成本 | | 12 | 12 |
| ——毛利 | | 8 | 8 |
| ——毛利率 | | 40% | 40% |
| 影视产业总收入 | 572 | 649.2 | 712.12 |
| 影视产业总成本 | 343.2 | 389.52 | 427.272 |
| 影视产业毛利 | 228.8 | 259.68 | 284.848 |
| 影视产业毛利率 | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| 公司销售总收入 | 882.47 | 1151.86 | 1325.77 |
| 公司销售总成本 | 503.22 | 648.66 | 742.54 |
| 公司销售毛利 | 379.26 | 503.20 | 583.23 |
| 公司销售毛利率 | 42.98% | 43.69% | 43.99% |

来源：国金证券研究所

- **我们预计，公司2016E、2017E、2018E收入为8.82亿、11.52亿、13.26亿；归母净利润分别为1.87亿、2.42亿、2.77亿；对应EPS分别为0.385元、0.497元、0.569元。**按业务拆分，我们预计公司2016年影视业务贡献利润1亿，体育业务贡献利润8700万，考虑到体育产业处于市场化进程起步阶段，未来将进入加速发展期，同时对比行业内可比公司估值给予其影视业务40X16PE、体育业务100X16PE，公司对应市值为127亿，目标价26元，给予“买入”评级。

图表 31：影视动漫产业估值

| 代码 | 证券简称 | 总市值(亿元) | 市盈率 | |
|--------|------|---------|--------|--------|
| | | | TTM | 16E |
| | 最高值 | 821.65 | 923.74 | 173.09 |
| | 中位值 | 148.69 | 86.08 | 44.38 |
| 002739 | 万达院线 | 821.65 | 62.67 | 42.97 |
| 002624 | 完美世界 | 486.14 | 150.72 | 48.45 |
| 002292 | 奥飞娱乐 | 376.58 | 71.47 | 54.45 |
| 300027 | 华谊兄弟 | 350.86 | 35.29 | 30.17 |
| 600715 | 文投控股 | 338.90 | 103.81 | 62.05 |
| 300251 | 光线传媒 | 319.47 | 52.37 | 50.00 |
| 300133 | 华策影视 | 253.61 | 49.77 | 37.82 |
| 002445 | 中南文化 | 171.95 | 125.59 | 44.03 |
| 300291 | 华录百纳 | 167.00 | 59.03 | 40.72 |
| 000802 | 北京文化 | 166.11 | 592.17 | 61.60 |
| 000681 | 视觉中国 | 155.46 | 94.73 | 64.00 |
| 600576 | 万家文化 | 141.92 | 326.03 | 74.03 |
| 002343 | 慈文传媒 | 138.95 | 67.48 | 44.38 |
| 002175 | 东方网络 | 133.34 | 237.94 | 173.09 |
| 300426 | 唐德影视 | 121.82 | 134.84 | 33.84 |
| 002502 | 骅威文化 | 111.13 | 77.42 | 33.32 |
| 300336 | 新文化 | 105.90 | 40.85 | 27.30 |
| 000673 | 当代东方 | 89.65 | 70.38 | 38.16 |
| 600088 | 中视传媒 | 75.60 | 923.74 | -- |
| 002071 | 长城影视 | 71.67 | 29.11 | 27.05 |
| 000835 | 长城动漫 | 46.07 | 884.79 | 53.82 |

来源：国金证券研究所

图表 32：体育产业公司估值

| 代码 | 简称 | 总市值(亿元) | 市盈率 | |
|--------|------|---------|--------|--------|
| | | | TTM | 16E |
| 300291 | 华录百纳 | 167.00 | 59.03 | 40.35 |
| 300431 | 暴风集团 | 163.03 | 90.61 | 111.84 |
| 300043 | 互动娱乐 | 162.87 | 33.83 | 33.14 |
| 600158 | 中体产业 | 145.63 | 262.90 | 86.11 |
| 000558 | 莱茵体育 | 134.77 | -39.11 | 101.07 |
| 300162 | 雷曼股份 | 69.89 | 300.85 | 94.15 |
| 002587 | 奥拓电子 | 46.32 | 326.90 | 91.68 |

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|------------|------------|------------|-------------|--------------|--------------|-----------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 主营业务收入 | 88 | 71 | 431 | 882 | 1,152 | 1,326 | 货币资金 | 30 | 22 | 60 | 271 | 276 | 413 |
| 增长率 | | -19.0% | 507.6% | 104.7% | 30.5% | 15.1% | 应收款项 | 22 | 17 | 413 | 561 | 732 | 843 |
| 主营业务成本 | -71 | -58 | -251 | -503 | -649 | -743 | 存货 | 3 | 1 | 299 | 358 | 462 | 529 |
| %销售收入 | 80.9% | 82.1% | 58.2% | 57.0% | 56.3% | 56.0% | 其他流动资产 | 23 | 5 | 31 | 75 | 98 | 111 |
| 毛利 | 17 | 13 | 180 | 379 | 503 | 583 | 流动资产 | 77 | 45 | 803 | 1,266 | 1,569 | 1,896 |
| %销售收入 | 19.1% | 17.9% | 41.8% | 43.0% | 43.7% | 44.0% | %总资产 | 40.0% | 23.7% | 65.9% | 93.4% | 93.6% | 93.8% |
| 营业税金及附加 | -1 | 0 | -2 | -4 | -6 | -7 | 长期投资 | 30 | 62 | 62 | 62 | 62 | 62 |
| %销售收入 | 1.4% | 0.1% | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 固定资产 | 85 | 83 | 5 | 15 | 25 | 34 |
| 营业费用 | -3 | -1 | -17 | -34 | -45 | -52 | %总资产 | 44.1% | 43.4% | 0.4% | 1.1% | 1.5% | 1.7% |
| %销售收入 | 2.9% | 1.4% | 3.9% | 3.9% | 3.9% | 3.9% | 无形资产 | 0 | 0 | 341 | 10 | 19 | 28 |
| 管理费用 | -11 | -9 | -50 | -88 | -115 | -133 | 非流动资产 | 116 | 146 | 415 | 90 | 108 | 125 |
| %销售收入 | 12.3% | 12.8% | 11.5% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | %总资产 | 60.0% | 76.3% | 34.1% | 6.6% | 6.4% | 6.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 2 | 3 | 111 | 252 | 337 | 392 | 资产总计 | 194 | 192 | 1,218 | 1,356 | 1,677 | 2,021 |
| %销售收入 | 2.5% | 3.7% | 25.8% | 28.6% | 29.3% | 29.6% | 短期借款 | 5 | 0 | 102 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -1 | -1 | -17 | -4 | 1 | 3 | 应付款项 | 30 | 33 | 80 | 108 | 142 | 162 |
| %销售收入 | 0.6% | 1.8% | 4.0% | 0.5% | -0.1% | -0.2% | 其他流动负债 | 13 | 13 | 57 | 76 | 99 | 113 |
| 资产减值损失 | -1 | 2 | -13 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 49 | 45 | 240 | 183 | 240 | 276 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 66 | 66 | 66 | 67 |
| 投资收益 | 2 | 0 | 5 | 7 | 9 | 9 | 其他长期负债 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 92.6% | 1.6% | 4.9% | 2.7% | 2.6% | 2.2% | 负债 | 50 | 47 | 307 | 249 | 306 | 343 |
| 营业利润 | 3 | 4 | 86 | 255 | 347 | 404 | 普通股股东权益 | 134 | 135 | 869 | 1,057 | 1,299 | 1,576 |
| 营业利润率 | 3.0% | 5.4% | 20.0% | 28.9% | 30.2% | 30.5% | 少数股东权益 | 10 | 10 | 42 | 49 | 72 | 103 |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 15 | 5 | 6 | 7 | 负债股东权益合计 | 194 | 192 | 1,218 | 1,356 | 1,677 | 2,021 |
| 税前利润 | 3 | 4 | 101 | 260 | 353 | 410 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 2.9% | 5.3% | 23.4% | 29.4% | 30.6% | 31.0% | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 所得税 | -1 | -2 | -32 | -65 | -88 | -103 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 58.7% | 64.6% | 32.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 每股收益 | 0.011 | 0.009 | 0.326 | 0.385 | 0.497 | 0.569 |
| 净利润 | 1 | 1 | 69 | 195 | 265 | 308 | 每股净资产 | 1.281 | 1.290 | 5.299 | 6.443 | 7.919 | 9.609 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 15 | 7 | 23 | 31 | 每股经营现金净流 | 0.192 | 0.051 | -0.477 | -0.046 | 0.095 | 0.881 |
| 归属于母公司的净利润 | 1 | 1 | 53 | 187 | 242 | 277 | 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 1.3% | 1.3% | 12.4% | 21.2% | 21.0% | 20.9% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 0.88% | 0.71% | 6.15% | 17.74% | 18.65% | 17.59% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 0.61% | 0.50% | 4.39% | 13.83% | 14.44% | 13.71% |
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 投入资本收益率 | 0.60% | 0.64% | 7.01% | 16.14% | 17.61% | 16.86% |
| 净利润 | 1 | 1 | 69 | 195 | 265 | 308 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主营业务收入增长率 | 0.22% | -19.05% | 507.55% | 104.67% | 30.53% | 15.10% |
| 非现金支出 | 4 | 1 | 15 | 1 | 2 | 3 | EBIT 增长率 | -78.34% | 20.97% | 4164.08% | 126.60% | 33.77% | 16.30% |
| 非经营收益 | -2 | 0 | 5 | 2 | -10 | -11 | 净利润增长率 | -77.50% | -19.19% | 5504.09% | 250.61% | 29.18% | 14.44% |
| 营运资金变动 | 17 | 3 | -168 | -205 | -241 | -155 | 总资产增长率 | 5.58% | -1.02% | 536.03% | 11.28% | 23.72% | 20.53% |
| 经营活动现金净流 | 20 | 5 | -78 | -7 | 16 | 145 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | 0 | 1 | -2 | 324 | -15 | -14 | 应收账款周转天数 | 53.0 | 67.0 | 174.3 | 220.0 | 220.0 | 220.0 |
| 投资 | -17 | -9 | -39 | 0 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 15.7 | 13.0 | 218.0 | 260.0 | 260.0 | 260.0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 7 | 9 | 9 | 应付账款周转天数 | 31.1 | 20.3 | 44.4 | 44.0 | 44.0 | 44.0 |
| 投资活动现金净流 | -17 | -8 | -41 | 331 | -6 | -5 | 固定资产周转天数 | 355.5 | 428.0 | 4.1 | 6.0 | 7.5 | 8.9 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 161 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | 0 | -5 | 33 | -103 | 0 | 1 | 净负债/股东权益 | -17.40% | -15.53% | 11.82% | -18.52% | -15.35% | -20.61% |
| 其他 | -12 | -9 | -17 | -10 | -5 | -5 | EBIT 利息保障倍数 | 4.2 | 2.0 | 6.5 | 56.1 | -309.1 | -155.3 |
| 筹资活动现金净流 | -12 | -14 | 177 | -113 | -5 | -4 | 资产负债率 | 25.87% | 24.41% | 25.19% | 18.40% | 18.26% | 16.96% |
| 现金净流量 | -10 | -16 | 58 | 211 | 6 | 136 | | | | | | | |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD